

السعودي الفرنسي كابيتال
Saudi Fransi Capital
تميّز في الخدمة، تفوق في الأداء

# قطاع الاتصالات السعودي

نظرة إلى نتائج الربع الأول ٢٠١٦ وعرض تقديرات النتائج للربع الثاني ٢٠١٦

٢٩ يونيو ٢٠١٦

## هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات تسارع من أدائها

خلال عام واحد، قامت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات بإجراء تخفيضين لأسعار تعرفة الربط النهائي بين شركات الاتصالات المحلية، وبالإضافة إلى ذلك بيع أو مشـــاركة الأبراج بين الشركات، ستتمكن شـــركات تشغيل الاتصالات المتنقلة من المنافسة بفعالية أعلى. ستشـــكل هذه الخطوة مرحلة انتقالية في ظل المنافسة الديناميكية في السوق وذلك لارتفاع قدرة شركات تشغيل الاتصالات المتنقلة الصغيرة على التنافس بشكل أقوى. كان رد شـــركة الاتصالات السعودية من خلال إطلاق علامتها التجارية "جوي" كمبادرة رقمية، كما أشارت إلى نيتها لبيع محفظتها من أبراج الاتصالات المتنقلة. كانت شركة زين السعودية المستفيد الأكبر من تخفيضات تعرفة الربط النهائي بين شركات الاتصالات المحلية في العام السابق، بالإضافة إلى رفع أعداد المشتركين بشكل مستمر، والذي قد يستمر في حال تم إجراء تخفيض آخر خلال هذا العام. كما أشرنا في تقرير بدء التغطية، فإن الشركة ستســـتفيد بشكل كبير من فصل أبراج الاتصالات في شركة مستقلة أو بيعها. تستمر شركة موبايلي في إعادة الهيكلة مع تركيز الإدارة على المحافظة على الحصة السوقية لشركة والكفاءة في التكاليف التشغيلية وتبسيط أعمال التزويد، وتحقيق الدخل من شبكة الألياف. تخفيض توصية سهم شركة الاتصالات السعودية إلى "احتفاظ" وتخفيض السعر المستهدف ليصل إلى ٦٤,٣٠ ر.س. رفع التوصية لسهم شركة زين السعودية إلى "شراء" بينما تستمر التوصية لشركة موبايلي "احتفاظ".

### خفضت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات من تعرفة الربط النهائي بين شـــركات الاتصالات المحلية للمرة الثانية خلال عام

بعد قيام هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات بتخفيض تعرفة الربط النهائي للمكالمات الصوتية بين شركات الاتصالات خلال العام الماضي إلى ٠,١٥ ر.س. للدقيقة، ارتفعت الحصة الســـوقية لشركة زين بشكل ملحوظ، ثم قامت الهيئة بتخفيضها مجددا إلى ٠,١ ر.س. للدقيقة مما يدعم نمو الحصة السوقية. بحسب إدارة الشركة، أدى تخفيض تعرفة الربط، بالإضافة لإجراءات اخرى، إلى زيادة شريحة المشتركين من فئة المواطنين. وفقا لتقديراتنا، جاءت الزيادة في حصة شركة زين السعودية للاتصالات على حساب حصة موبايلي خلال ٢٠١٥. يمكن أن تبدأ أيضا بالدخول على الحصة السوقية لشركة الاتصالات السعودية.

### من المرجح أن تدفع موافقة شـــركة الاتصالات على بيع أبراجها لجذب شركات الاتصالات إلى المشاركة في الشركة الجديدة

يستمر المشغلين الصغار بتقييم مختلف الاقتراحات والتباحث في إشارة إلى عدم حدوث أي تغير خلال الأشهر الأخيرة. مؤخرا، أعلنت الاتصالات الســـعودية عن تجزئة أعمال الأبراج لتصبح شـــركة تابعة مع احتمال بيعها. نظرا إلى ضعف احتمالية تأجير البرج في المملكة العربية السعودية، من المرجح أن تؤدي مشاركة الاتصالات السعودية إلى توجيه المشغلين نحو توحيد أصول أبراج الاتصالات في كيان واحد. في وقت لاحق، يمكن أن يمكن فصل إدارة الأبراج مع حصة منها إلى شركة متخصصة في إدارة أبراج الاتصالات، مع حفاظ المشـــغلين على حصة كافية لضمان المشاركة في مجلس الإدارة. نظرا لاحتياجات التدفقات النقدية للشـــركات الصغيرة، يمكنهم أيضا طرح أسهم شركة الأبراج للاكتتاب العام بعد توحيد شـــبكة الأبراج وتسيير أعمالها بشكل انسيابي.

### المخاطر: أهداف برنامج التحول الوطني لتغطية شـــبكات الألياف البصرية والاتصالات المتنقلة، خسارة الوظائف، والتعريف الحيوي.

على العموم، نحن نرى أن وجود شركة وطنية لأبراج الاتصالات عامل إيجابي على المدى المتوسط للقطاع. يشكل قطاع الاتصالات العامل الرئيسي الذي يتيح فرصة للنمو والتطور على نطاق القطاع غير النفطي، بالإضافة إلى الاستفادة من نمو قطاع الشركات. يحـــدد برنامج التحول الوطني أهداف العام ٢٠٢٠ لتغطية ما يقارب ٨٠٪ و٥٥٪ من الألياف البصرية في المناطق ذات الكثافة الســـكانية العالية والمناطق الحضرية على التوالي، و٧٠٪ من التغطية اللاسلكية ذات النطاق العريض (١٠ ميغابت في الثانية) في المناطق النائية. لم تتوفر كافة التفاصيل بخصوص خطط الحكومة حول تحفيز توســـع الشبكة، ولكن الخطر هو للمشغل المملوك للحكومة الحالية، عبء يمكن أن يقع على شركة الاتصالات السعودية مقابل تحقيق تلك الأهداف.

### الجدول ١: التوقعات للربع الثاني ٢٠١٦

| بالمليون ر.س. | الإيرادات | | | EBITDA | | | صافي الدخل | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع | التغير عن العام السابق٪ | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع | التغير عن العام السابق٪ | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع | التغير عن العام السابق٪ |
| الاتصالات السعودية | ١٢,٢٢٢ | ١٣,٠٣٢ | ٦,٦ | ٤,٧٩٣ | ٤,٩٦٣ | ٣,٥ | ٢,٥٥٨ | ٢,٥٢٧ | ١,٢ |
| موبايلي | ٣,٥٦٨ | ٣,٣٩٠ | ٥,٠ | ٧٧ | ١,٠٨٣ | ١,٣١٤ | (٩٠١) | ٦٥ | غ/م |
| زين | ١,٦٦٦ | ١,٧٨٤ | ٧,١ | ٤٣٥ | ٤٩٤ | ١٣,٦ | (٢٠١) | (٢١٣) | ٥,٨ |
| القطاع | ١٧,٤٥٦ | ١٨,٢٠٧ | ٤,٣ | ٥,٣٠٤ | ٦,٥٤٠ | ٢٣,٣ | ١,٤٥٦ | ٢,٣٨٠ | ٦٣,٤ |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، غ/م: غير متاح

| | التوصية | السعر الحالي في السوق | السعر المستهدف | العائد المتوقع |
|---|---|---|---|---|
| الاتصالات السعودية | احتفاظ | ٦٤,٢ | ٦٤,٣ | ٦,٤٪* |
| موبايلي | احتفاظ | ٢٧,٧ | ٢٢,٩ | -٢١,٠٪ |
| زين | شراء | ٧,٨ | ١٠,٦ | ٣٥,٥٪ |

المصدر: بلومبيرغ، الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، السعر في ٢٠١٦/٦/٢٦

| المصرف | مكرر الربحية المتوقع ٢٠١٦ | مكرر القيمة الدفترية المتوقع ٢٠١٦ | عائد الربح موزع إلى سعر السهم المتوقع ٢٠١٦ |
|---|---|---|---|
| الاتصالات السعودية | ١١,٥ | ٦,٢ | ٦,٢ |
| موبايلي | ٨٠,٢ | ٧,٧ | غ/م |
| زين | غ/م | ٨,٠ | غ/م |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، السعر في ٢٠١٦/٦/٢٦، غ/م : غير متاح

أداء مؤشر قطاع الاتصالات مقارنة بأداء مؤشر السوق الرئيسي

١٢٠
١٠٠
٨٠
٦٠
٤٠
يونيو ٢٠١٥
يوليو ٢٠١٥
أغسطس ٢٠١٥
سبتمبر ٢٠١٥
أكتوبر ٢٠١٥
نوفمبر ٢٠١٥
ديسمبر ٢٠١٥
يناير ٢٠١٦
فبراير ٢٠١٦
مارس ٢٠١٦
أبريل ٢٠١٦
مايو ٢٠١٦
مؤشر السوق الرئيسي
مؤشر قطاع الاتصالات

المصدر: بلومبيرغ

عقيب محبوب
amehboob@fransicapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٤٠



السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

## سلبيات تطور القطاع على الاتصالات السعودية

مخاطر شـــركة الاتصالات الســـعودية أكبر من حجم حصتها في سوق الاتصالات في المملكة، كما تنمو بســـرعة أرباحها وتدفقاتها النقدية من التشغيل مع التغيرات الهيكلية التي يمر بها القطاع. قامت هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات بإجراء تخفيضين لأسعار تعرفة الربط بين شركات الاتصالات المحلية سنويا، بالإضافة إلى بيع أو مشاركة الأبراج التي ستسمح للمشغلات الصغيرة بالمنافسة. قد يكون العبء الأكبر للانتشار الجغرافي كما في خطة التحول الوطني على كاهل الاتصالات السعودية. يمكن لنجاح خدمة "جوي" ونمو المبيعات في قطاع الشركات أن يخفف من السلبيات؛ عموما، نحن نعتقد أن السلبيات تستوجب خفض التوصية إلى احتفاظ بدلا من شراء لسهم شركة الاتصالات السعودية. شركة زين السعودية للاتصالات سكون الأكثر استفادة من النظرة السباقة لهيئة تنظيم الاتصالات. لقد اختارت زين أن تشارك انخفاض تكلفة ربط المكالمات الصوتية النهائي مع عملائها من خلال طرح حزمة اتصالات جديدة بهدف توســـيع حصتها السوقية. نحن نتوقع اتساع هامش إجمالي الربح بفارق أكبر مع تخفيض تكلفة ربط المكالمات الصوتية النهائي الأخير. نرفع من توصيتنا إلى "شراء" بدلا من "احتفاظ".

### هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات تسارع من أدائها

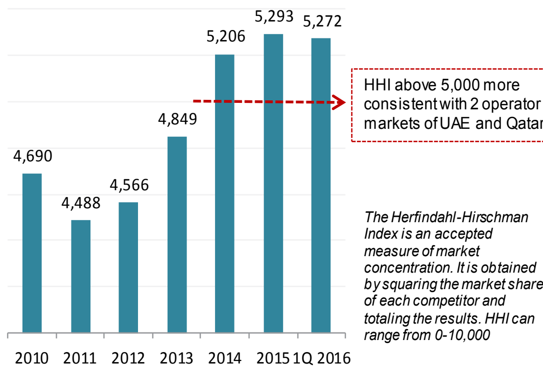
قامت الهيئة بإجراء ثاني تخفيض على تكلفة ربط المكالمات النهائي بين الشركات خلال عام. لم تحدد الهيئة أسباب لهذه الإجراءات، لكن يمكن أن تكون نتيجة لقيام موبايلي بإعادة تبويب قوائمها المالية للعام الماضي. مع إعادة التبويب، أصبح سوق الاتصالات السعودي مشابها للأسواق التي فيها شركتين فقط للاتصالات، كما في الإمارات العربية المتحدة وقطر.

بالنظر إلى الأســـواق التي قامت فيها هيئات تنظيم الاتصالات بتخفيض سعر ربط المكالمات الصوتية النهائي، وبشكل كثر تحديدا في الأسواق التي يوجد فيها مشغل اتصالات بحصة سوقية تقارب نصف السوق، فقد كان مشغل الاتصالات الأكثر خسارة لحصة السوقية نتيجة لتخفيض سعر الربط.

بعد أن خفضت هيئة تنظيم الاتصالات وتقنية المعلومات الســـعودية من تسعيرة ربط المكالمات الصوتية النهائي، تمكنت شركة زين السعودية للاتصالات من تحقيق زيادة مهمة في حصتها السوقية. عموما، نحن نتوقع أن هذه الزيادة في الحصة السوقية كانت على حساب الحصة السوقية لشركة موبايلي التي كانت تعاني بعد أحداث إعادة تبويب قوائمها المالية. نحن نعتقد أن شركة الاتصالات السعودية ستخسر بعضا من حصتها السوقية لصالح شركة زين السعودية لاتصالات خلال النصف الثاني ٢٠١٦ ولصالح زين وموبايلي خلال العام ٢٠١٧. هذا الانخفاض في الحصة الســـوقية قد يصبح أكثر وضوحا بعد المشاركة في البنية التحتية، حيث سيتمكن حينها مشغلي الاتصالات الأصغر من معالجة القصور في شبكاتهم دون الحاجة لإنفاق رأسمالي كبير.

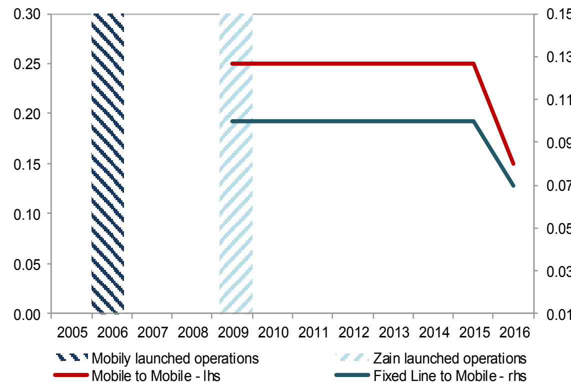
مع اقتراب تســـعيرة ربط المكالمات الصوتية النهائي الحالية عند ٠,١٠ ر.س. من التسعيرة المســـتهدفة عند ٠,٠٨ ر.س.، نحن لا نتوقع أن تقوم هيئة تنظيم قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات بمزيد من التخفيض في المستقبل القريب، حيث نتوقع أن تقوم بقياس أثر التخفيض الأخير خلال ما تبقى من العام الحالي. أيضا، ستقوم بمراقبة التطورات فيما يخص بيع البرج ومتطلبات تشغيل شـــركات الاتصالات المتنقلة في ضوء أهداف برنامج التحول الوطني لتغطية الألياف البصرية في المناطق الحضرية والاتصال المتنقلة ذات النطاق العريض في جميع أنحاء البلاد.

**Chart 1: After Mobily's restatement of its revenues, apparent that KSA market is concentrated despite 3 operators and 2 MNVOs**




Source: SFC

**Chart 2: Prior to last year, there were no changes to MTR**




Source: CITC, SFC



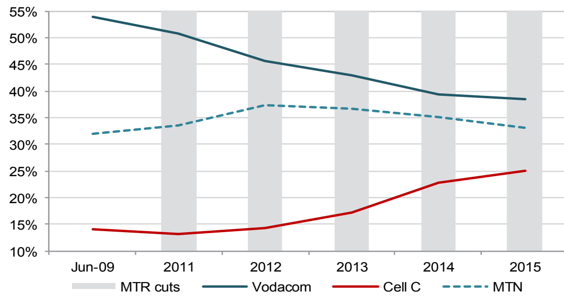
السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

## الجدول ١: صافي ربح الربع للقطاع، تستمر الاتصالات السعودية بالهيمنة من حيث الإيرادات والأرباح

| بالمليون ر.س. | الربع الأول ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثالث ٢٠١٥ | الربع الرابع ٢٠١٥ | الربع الأول ٢٠١٦ | التغير عن العام السابق٪ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| الإيرادات | ١٧,٨٣٢ | ١٧,٤٥٦ | ١٨,٣٦٥ | ١٨,٤٠٦ | ١٧,٩٦٤ | ٠,٧ |
| تكلفة الخدمات والمبيعات | (٧,٤٩٦) | (٧,٣٩٣) | (٧,٥٢٢) | (٧,١٩٦) | (٧,٧٣٢) | ٣,١ |
| الربح الإجمالي | ١٠,٣٣٦ | ١٠,٠٦٣ | ١٠,٨٤٣ | ١١,٢١٠ | ١٠,٢٣٢ | (١,٠) |
| هامش إجمالي الربح (٪) | ٥٨,٠ | ٥٧,٦ | ٥٩,٠ | ٦٠,٩ | ٥٧,٠ | -١٠٠ نقطة أساس |
| إجمالي النفقات التشغيلية | (٦,٩٦٥) | (٧,٩١٥) | (٧,٨٥٦) | (٨,٦٠٥) | (٧,١٢١) | ٢,٢ |
| EBITDA | ٦,٤٣٩ | ٥,٣٠٤ | ٦,٢٢٠ | ٥,٩٧٦ | ٦,٥٢٢ | ١,٣ |
| هامش EBITDA (٪) | ٣٦,١ | ٣٠,٤ | ٣٣,٩ | ٣٢,٥ | ٣٦,٣ | ٢٠ نقطة أساس |
| صافي الربح | ٢,٢٠٢ | ١,٤٥٦ | ١,٩٤١ | ١,٦٧٠ | ٢,١٤٢ | (٢,٧) |
| هامش صافي الربح (٪) | ١٢,٤ | ٨,٣ | ١٠,٦ | ٩,١ | ١١,٩ | -٤٣ نقطة أساس |
| حصة الإيرادات (٪) | | | | | | **متوسط** |
| الاتصالات السعودية | ٧٠,٠ | ٧٠,٠ | ٧٠,٢ | ٧٢,٠ | ٧١,٠ | ٧٠,٦ |
| موبايلي | ٢٠,٦ | ٢٠,٤ | ٢٠,١ | ١٨,٩ | ١٩,٢ | ١٩,٨ |
| زين | ٩,٤ | ٩,٥ | ٩,٧ | ٩,١ | ٩,٨ | ٩,٥ |
| هامش الربح قبل EBITDA (٪) | | | | | | **متوسط** |
| الاتصالات السعودية | ٨٠,١ | ٩٠,٤ | ٧٩,٧ | ٧٤,٦ | ٧٦,١ | ٨٠,٢ |
| موبايلي | ١٤,٥ | ١,٤ | ١٣,٢ | ١٨,٦ | ١٧,١ | ١٣,٠ |
| زين | ٥,٤ | ٨,٢ | ٧,١ | ٦,٨ | ٦,٨ | ٦,٩ |
| هامش EBITDA (٪) | | | | | | **التغير عن العام السابق (نقطة أساس)** |
| الاتصالات السعودية | ٤١,٤ | ٣٩,٢ | ٣٨,٤ | ٣٣,٧ | ٣٨,٩ | -٢٤٨ نقطة أساس |
| موبايلي | ٢٥,٣ | ٢,١ | ٢٢,٣ | ٣١,٩ | ٣٢,٤ | ٧١٢ نقطة أساس |
| زين | ٢٠,٧ | ٢٦,١ | ٢٤,٧ | ٢٤,٢ | ٢٥,٢ | ٤٤٨ نقطة أساس |

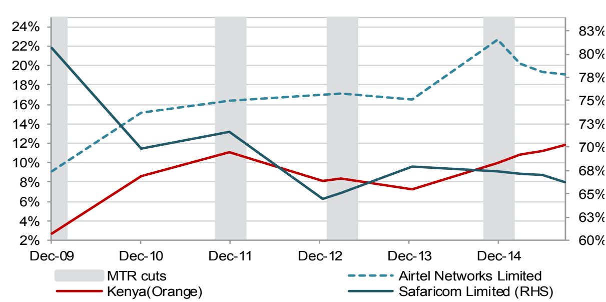
المصدر: حسابات الشركة

**Chart 3: South Africa, MTR cuts benefited 3rd operator Cell C**



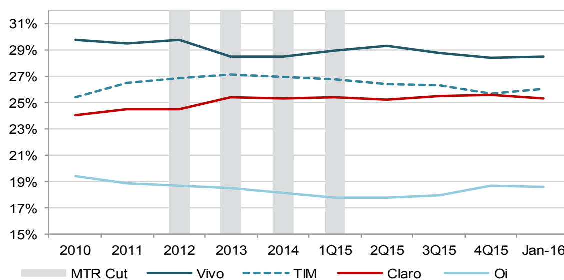

*Source: SFC, Company reports, ICASA and BusinessTech*

**Chart 4: Kenya, smaller operators (particularly Airtel) gained**



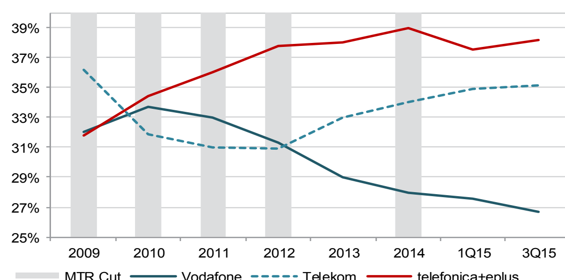

*Source: SFC, CA Kenya*

**Chart 5: Brazil, market shares in relatively tight range in 2010, little change**




*Source: SFC, teleco.com.br*

**Chart 6: Tight range in 2009 with Vodafone losing as MTR cut**




*Source: SFC estimates*

من جانب شركة الاتصالات السعودية، تظهر الإدارة رد فعل سريع للتغيرات. يبدو أن الشركة تحاول أن تستفيد من ٤ نقاط للحفاظ على النمو: ١) الحفاظ على فارق الجودة في البيانات وعلى مستوى المنافسة في بيع منتجات الألياف البصرية، ٢) التمهيد للعلامة التجارية "جوي"، والمنصة الرقمية، والتي تتيح لها بالتميز على مستوى المشترك من أجل تحقيق أقصى قدر متوسط العائد لكل مستخدم، بالإضافة إلى التقليل من النفقات التشغيلية عبر الحد من الحركة في مواقع التخزين / خدمة العملاء، ٣) الحفاظ على النفقات الرأسمالية المرتفعة للحفاظ على ريادتها في سوق الشركات، و ٤) المساهمة في أي مشاركة للبرج من أجل ضمان عدم اكتساب المنافسين لجودة الشبكة في المستقبل وميزة الإنفاق الرأسمالي / النفقات التشغيلية.

### بيع أبراج الاتصالات

نحن نعتقد أن المشاركة في الأبراج، سواء في شكل ترتيب مشاركة البرج بين المشغلين أو بيع أصول البرج، أو ما يشابه، حل مماثل. دخول مجموعة أبراج شركة الاتصالات السعودية في هذا المزيج يمكن أن يؤدي إلى طول الفترة الزمنية لفصل أعمال أبراج الاتصالات، ولكن في رأينا أنه أيضا قد يحسن من احتمالية النجاح. مع أو بدون مشاركة الاتصالات السعودية المحتملة، نحن نؤمن بيع محفظة أبراج موبايلي وزين السعودية، مع تأثيره على النفقات التشغيلية والنفقات الرأسمالية لشركات تشغيل الاتصالات المتنقلة، بالإضافة إلى تحسين مركزها التنافسي بشكل كبير مع شركة الاتصالات السعودية.



السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

تستمر إدارة كل من موبايلي وزين السعودية لتقييم مختلف الخيارات المتاحة لهم فيما يتعلق ببيع أصول البرج. مؤخرا، صرح الرئيس التنفيذي لشركة الاتصالات السعودية من خلال مقابلة (بلومبرغ، ٣١ مايو ٢٠١٦)، أن شركة الاتصالات السعودية تقوم بتقييم خيارات مختلفة فيما يتعلق بأبراجها. وفقا للرئيس التنفيذي، فإن الخطوة الأولى تتمثل في انتقاء أصول البرج إلى شركة منفصلة، مما قد يؤدي إلى وفورات كبيرة في التكاليف. وذكر أيضا أن شركة الاتصالات السعودية يمكن أن تنظر في بيع مجموعة من الأبراج. في ظل الظروف الطبيعية، فإننا نفترض أن شركة الاتصالات السعودية ستميل لبيع مجموعة من أبراجها، نظرا إلى ميزة الشبكة المتحركة وانخفاض متطلبات رأس المال مقابل اثنين من شركات تشغيل الاتصالات المتنقلة الأخرى. جاء قرار الشركة لتقييم هذه الصفقة المحتملة بدعم من التوقعات حول ضعف ميزة الشبكة المتحركة بشكل كبير في حال دمج الشركات الأخرى أو بيع مجموعة من الأبراج الخاصة بهم.

من شأن مشاركة شركة الاتصالات السعودية، كما ذكرنا في تقرير بدء التغطية، أن يحسن كثيرا من فرص تحقيق نتائج إيجابية في هذا القطاع لبيع جزء من محفظة الأبراج. عموما، لا تعتبر المملكة العربية من أنواع السوق التي تستهدفها شركات تشغيل الاتصالات المتنقلة، حيث أن هذه الشركات تميل لاستهداف الأسواق التي لديها ما يقارب أربع شركات تشغيل أو أكثر، بالإضافة إلى عدم اكتمال بدء تنفيذ الشبكة. في المقابل، لدى المملكة العربية السعودية ثلاث شركات تشغيل مع تغطية شبكة قوية نسبيا. مع مشاركة اثنين فقط من شركات التشغيل، فإن تقييم محفظة ضعيف وارتفاع معدل التأجير على افتراض بناء نموذج الأعمال الأساسي لشركات تشغيل الاتصالات المتنقلة حول معدل العائد الداخلي (مرجح نظرا مساحة نمو محدودة نسبيا في محفظة البرج وانخفاض الإيجار). يتمثل الدافع وراء نمو شركات تشغيل الاتصالات المتنقلة في المملكة العربية السعودية من خلال الحاجة إلى مزيد من الكثافة مع استمرار ارتفاع استخدام البيانات.

يعتبر التحذير فيما سبق تحت ظل تغطية الاحتياجات الجديدة وفقا لبرنامج التحول الوطني. هذه المتطلبات هي مساحة الأرض المخصصة جغرافيا للتغطية، بدلا من التركيز السابق على التغطية السكانية. يغلب على سكان المملكة العربية السعودية الطابع الحضري. يمكن لمحفظة البرج المطلوبة للمنطقة النائية توفير الاتصالات المتنقلة والذي يمكن أن تقدم فرصة نمو لشركة تشغيل الاتصالات المتنقلة، ولكن ذلك قد يمثل ضعف قيمة شركات الاتصالات نظرا إلى الكثافة السكانية المنخفضة.

في السيناريو الأول، يمكن للشركات الاستفادة من توحيد محفظة الأبراج بالإضافة إلى الاستعداد للتصفية في كيان واحد. وفي وقت لاحق، لدى شركات التشغيل خيارات متعددة فيما يتعلق بتحقيق الدخل أو جزء من الدخل من المحفظة، أبرز تلك الخيارات:

١. يمكن لشركات تشغيل الاتصالات المتنقلة بيع حصة في وقت لاحق والتخلي عن سيطرة إدارة الكيان الجديد إلى ذوي الخبرة لتكون في موقف تفاوضي أقوى بكثير. يمكن لبيع حصة تلبية الاحتياجات النقدية للشركات الصغيرة بشكل جزئي، مع الحفاظ على الإنابة على مستوى مجلس الإدارة.

٢. إدراج شركة جديدة لإدارة البرج عن طريق الافتتاح العام الأولي. مع عقود الإيجار طويلة الأجل مع الشركات الثلاث، حيث أن الشركة تطرح أرباح نقدية قوية بالإضافة إلى توزيعات الأرباح.

نظرا لنقص المعلومات بشأن الشكل النهائي للمشاركة في أبراج الاتصالات، لم نقم بإدراج هذه التغيرات في توقعاتنا والتقييمات.



السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

### الجدول ٢: ابرز شركات إدارة أبراج الاتصالات

| | مكرر قيمة الشركة/الإيرادات (مرة) | | | مكرر قيمة الشركة/EBITDA (مرة) | | | مكرر الربحية (مرة) | | | أداء السعر | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع | الربع الثاني ٢٠١٧ متوقع | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع | الربع الثاني ٢٠١٧ متوقع | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع | الربع الثاني ٢٠١٧ متوقع | ٣ أشهر | ٦ أشهر | سنة واحدة |
| American Tower Corporation | ١٢,٥ | ١١,٢ | ١٠,١ | ٢٠,٧ | ١٧,٦ | ١٦,٥ | ٦٠,٧ | ٤٤,٥ | ٣٦,٩ | ٤٪ | ٧٪ | ٤٪ |
| Crown Castle International Corp | ١١,٣ | ١١,٧ | ١١,٣ | ٢١,١ | ٢٠,٠ | ١٩,٢ | ٥٥,٨ | ٧٨,٢ | ٦١,١ | ١٠٪ | ٨٪ | ١٤٪ |
| SBA Communications Corporation | ١٢,٩ | ١٢,٨ | ١٢,١ | ٢٢,٢ | ١٨,٦ | ١٧,٥ | غ/ذ | ١٣٤,٠ | ٨٣,٢ | ٣٪ | ٢٪ | -١٥٪ |
| Tower Bersama Infrastructure | ١٢,٨ | ١٣,١ | ١١,٨ | ١٥,٦ | غ/ذ | ١٣,٩ | ١٩,٣ | غ/ذ | ١٩,٢ | ٠٪ | ١٠٪ | -٢٥٪ |
| GTL Infra | ٨,٩ | غ/ذ | غ/ذ | غ/ذ | غ/ذ | غ/ذ | غ/ذ | غ/ذ | غ/ذ | -٢٪ | -٢٤٪ | -١١٪ |
| Bharti Infratel Ltd | ٥,٦ | ٤,٥ | ٤,١ | ١٢,٨ | غ/ذ | ٩,١ | ٣٤,١ | ٢٤,١ | ٢٠,٤ | -١٠٪ | -١٤٪ | -٢٨٪ |
| Ei Towers SpA | ٧,٥ | ٦,٠ | ٥,٧ | ١٦,٠ | ١٢,٦ | ١١,٨ | ٣٥,٢ | ٢٨,٣ | ٢٤,٦ | -٢٪ | -١٥٪ | -١٠٪ |
| Median industry | ١١,٣ | ١١,٤ | ١٠,٧ | ١٨,٤ | ١٨,١ | ١٥,٢ | ٣٥,٢ | ٤٤,٥ | ٣٠,٨ | | | |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، غ/ذ: غير ذي معنى

## توقعات الربع الثاني ٢٠١٦ بعد المراجعة

## شركة الاتصالات السعودية

### الجدول ٣: الاتصالات السعودية – التوقعات الحديثة

| | ٢٠١٥ | التوقعات السابقة لعام ٢٠١٦ | التوقعات الحالية لعام ٢٠١٦ | التوقعات السابقة لعام ٢٠١٧ | التوقعات الحالية لعام ٢٠١٧ | التوقعات السابقة لعام ٢٠١٨ | التوقعات الحالية لعام ٢٠١٨ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الايرادات (مليون ر.س.) | ٥٠,٨٣٧ | ٥٣,٠٩٥ | ٥٢,٥٥٠ | ٥٤,٧٧٦ | ٥١,٣٧٤ | ٥٧,٣٤٧ | ٥٠,٤٤٧ |
| EBITDA (مليون ر.س.) | ١٩,٣٧٠ | ٢١,٠٩٦ | ١٩,٨٦٥ | ٢٣,٠١٧ | ٢٠,٦٨٨ | ٢٤,٤٧٤ | ٢٠,٦٠٠ |
| هامش EBITDA (٪) | ٣٨٪ | ٤٠٪ | ٣٨٪ | ٤٢٪ | ٤٠٪ | ٤٣٪ | ٤١٪ |
| صافي الربح (مليون ر.س.) | ٩,٣٣٥ | ١١,٦٧٣ | ١١,١٥٥ | ١٣,٢٠٥ | ١٢,٠٤٧ | ١٤,٢٢٥ | ١٢,٠٩٨ |
| ربح السهم (ر.س.) | ٤,٦٧ | ٥,٨٤ | ٥,٥٨ | ٦,٦٠ | ٦,٠٢ | ٧,١١ | ٦,٠٥ |
| توزيعات الأرباح (ر.س.) | ٤,٠٠ | ٤,٣٠ | ٤ | ٤,٩٠ | ٤,٠٠ | ٥,٠٠ | ٤,٥٠ |
| مكرر قيمة الشركة/EBITDA (مرة) | ٥,٩ | ٥,٤ | ٥,٨ | ٤,٧ | ٥,٤ | ٤,٣ | ٥,٣ |
| عائد الربح الموزع إلى ربح الشركة | ٦,٢٪ | ٦,٧٪ | ٦,٢٪ | ٧,٦٪ | ٦,٢٪ | ٧,٨٪ | ٧,٠٪ |
| معدل السعر إلى صافي الربح (مرة) | ١٣,٨ | ١١,٠ | ١١,٥ | ٩,٧ | ١٠,٧ | ٩,٠ | ١٠,٦ |
| النفقات الرأسمالية (مليون ر.س.) | ٩,٢٤٨ | ٦,٩٠٢ | ٩,١٩٦ | ٦,٥٧٣ | ٨,٢٢٠ | ٦,٨٨٢ | ٨,٠٧١ |
| إجمالي الأسهم (مليون ر.س.) | ٦٠,٦٢٧ | ٦٣,٧٠٠ | ٦٣,٧٨٢ | ٦٧,١٠٥ | ٦٧,٨٢٩ | ٧١,٣٣٠ | ٧٠,٩٢٧ |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، بلومبرغ

توقعات جديدة لشركة الاتصالات السعودية تعكس التغييرات التالية في الافتراضات:

- **ارتفاع النفقات التشغيلية خلال العام ٢٠١٦:** نفقات تشـــغيلية أعلى من المتوقع مرتبطة بتوثيق البصمة للمشترك قد تتجاوز الموعد النهائي المحدد لها، ومن المحتمل أن يمدد الموعد النهائي الجديد.

- **الحصة الســـوقية:** من المتوقع تراجع الحصة السوقية لاشتراكات الهاتف المحمول في شركة الاتصالات السعودية من ٥٣٪ في العام ٢٠١٥ إلى ٤٥٪ خلال العام ٢٠١٨.

- **الربط البيني:** تعكس الإيرادات تراجع متوقع لمتوسط سعر المكالمات الصوتية نتيجة تخفيض تسعيرة ربط الاتصالات الصوتية النهائي.

- **الهامش الإجمالي:** من المتوقع تراجع صافي ايراد الربط البيني لشـــركة الاتصالات الســـعودية، مما أدى إلى انخفاض توقعات هامش الربح الإجمالي للفترة القادمة.

- **الإنفاق الرأســـمالي:** ارتفاع النفقات خلال العام ٢٠١٦ بناء على توجهات الإدارة. أشـــارت الادارة إلى قوة نمو الطلب المحلي بأعلى من المتوقع. إضافة إلى ارتفاع النفقات الرأسمالية نتيجة احتمال قيام شركة الاتصالات السعودية ببناء ابراج اتصالات في منطقة جغرافية أوسع.

- **توزيعات الأرباح:** تعديل التوقعات بتراجع توزيعات الأرباح نتيجة ارتفاع النفقات الرأســـمالية. لدى شركة الاتصالات القدرة بشكل مريح على الوفاء بالتزام مجلس الإدارة بتوزيع أرباح سنوية بقيمة ٤ ر.س. للسهم كحد أدنى (دفع ريال سعودي واحد كل ربع) لمدة عامين آخرين.

نتيجة لتغير التوقعات المذكورة أعلاه، تم تعديل الســـعر المستهدف لسهم شركة الاتصالات بتخفيضه إلى ٦٤,٣٠ ر.س. بدلا من السعر السابق ٧٧ ر.س. أصبحت المملكة العربية الســـعودية سوقا أكثر تركيزا بشكل ملحوظ، حيث اتخذت الهيئة المشرفة على السوق تخفيضين لتعرفة الربط بين شركات الاتصالات المحلية. نحن لا نتوقع المزيد



السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

من التغيرات التنظيمية في المدى القريب حتى تقوم الهيئة المنظمة على تقييم تأثير التغيرات الأخيرة، نحن لا نســـتطيع أن نستبعد المزيد من السلبيات التنظيمية لشركة الاتصالات الســـعودية خلال فترة التوقعات. كما أننا نرى أنه من المحتمل أن تكون غير اقتصادي البدء بتنفيذ الأهداف في إطار شـــركة أبراج وطنية أو فرض ضرائب على شركات الاتصالات لتمويل التنفيذ التدريجي كمخاطر. لذلك قمنا بتعديل توصيتنا لسهم شركة الاتصالات السعودية إلى "احتفاظ" من "شراء".

يتم تداول ســـهم شركة الاتصالات السعودية بمكرر قيمة الشركة قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاســـتهلاك والإطفاء للعام الحالي والقادم بمقدار ٦,١ و١٠,٨ مرة على التوالي، مما يقدم عائد ربح موزع لسعر السهم جاذب بمعدل ٦,٢٪. يعتبر هذا قريب من نهاية أعلى نطاق للمشغلين الحاليين في دول مجلس التعاون الخليجي.

## موبايلي

### الجدول ٤: تحديث التوقعات لموبايلي

| | ٢٠١٥ | التوقعات السابقة لعام ٢٠١٦ | التوقعات الحالية لعام ٢٠١٦ | التوقعات السابقة لعام ٢٠١٧ | التوقعات الحالية لعام ٢٠١٧ | التوقعات السابقة لعام ٢٠١٨ | التوقعات الحالية لعام ٢٠١٨ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الإيرادات (مليون ر.س.) | ١٤,٤٢٤ | ١٥,٩٢٤ | ١٤,١٢٦ | ١٧,٧٨٦ | ١٥,١١٥ | ١٩,٨٩١ | ١٧,٠٠٢ |
| EBITDA (مليون ر.س.) | ٢,٩٤١ | ٤,٧٢١ | ٤,٥٤٤ | ٥,٨٩٥ | ٥,١٥٧ | ٧,٠٤٣ | ٦,٠٤٧ |
| هامش EBITDA (٪) | ٪٢٠ | ٪٣٠ | ٪٣٢ | ٪٣٣ | ٪٣٤ | ٪٣٥ | ٪٣٦ |
| صافي الربح (مليون ر.س.) | (١,٠٩٣) | ٥٢٠ | ٢٦٦ | ١,٠٦٨ | ٦٩٨ | ١,٥٣٢ | ١,١٨٥ |
| ربح السهم (ر.س.) | (١,٤٢) | ٠,٦٨ | ٠,٣٥ | ١,٣٩ | ٠,٩١ | ١,٩٩ | ١,٥٤ |
| توزيعات الأرباح (ر.س.) | - | - | - | - | - | ٠,٥٠ | ٠,٤٠ |
| مكرر قيمة الشركة/EBITDA (مرة) | ١١,٩ | ٧,١ | ٧,٣ | ٥,٦ | ٦,٢ | ٤,٥ | ٥,٠ |
| عائد الربح الموزع إلى ربح الشركة | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ | ٪١,٨ | ٪١,٤ |
| معدل السعر إلى صافي الربح (مرة) | غ/م | ٤١,٠ | ٨٠,٢ | ٢٠,٠ | ٣٠,٦ | ١٣,٩ | ١٨,٠ |
| النفقات الرأسمالية (مليون ر.س.) | ٣,٤٠٥ | ٣,١٨٥ | ٣,١٧٨ | ٣,٢٠١ | ٣,٠٢٣ | ٣,١٨٣ | ٣,٢٣٠ |
| إجمالي الأسهم (مليون ر.س.) | ١٥,٥٥٩ | ١٦,٠٧٩ | ١٥,٨٢٥ | ١٧,١٤٧ | ١٦,٥٢٣ | ١٨,٢٧٤ | ١٧,٤٠٠ |
| صافي القروض (مليون ر.س.) | ١٣,٧٧٦ | ١٢,١٦٩ | ١٢,٠٢٣ | ١١,٥٥٧ | ١٠,٥١٢ | ١٠,٥٢٣ | ٩,٠١٦ |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، بلومبرغ، غ/م: غير متاح

توقعات جديدة لشركة موبايلي تعكس التغييرات التالية في الافتراضات:

- **ضعف الإيرادات:** التحقق من الهوية، تخفيضات تعرفة الربط بين شركات الاتصالات المحلية وتصاعد خسائر الوظائف في المملكة نتيجة التباطؤ الاقتصادي الذي أدى إلى تراجع عدد المشتركين وافتراضات متوسط العائد لكل مستخدم عبر فترة التوقعات.

- **هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاســـتهلاك والإطفاء عند ٣٢٪:** تحديث توقعات الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء المتوقع للعام ٢٠١٦ إلى ٣٢٪ من ٣٠٪ بناء على الســـيطرة القوية على التكلفة المتوقعة للعام ٢٠١٦ والتحســـن المتوقع للعام ٢٠١٧ إلى ٣٤٪. من المحتمل الاتجاه الصاعد للهامش نتيجة تحقيق استفادة مالية من الألياف البصرية بأسرع من المتوقع والمزيد من الكفاءة في التكلفة.

- **عودة توزيعات الأرباح المتوقعة للعام ٢٠١٨، مع تخفيض توقعات توزيع الأرباح:** نســـتمر في التوقع بعودة توزيعات الأرباح خلال العام ٢٠١٨، حيث أننا نتوقع الآن توزيع أرباح بواقع ٠,٤٠ ر.س. للسهم بدلا من التوقع السابق بواقع ٠,٥٠ ر.س. للسهم.

- **الإنفاق الرأســـمالي:** ارتفاع الإنفاق الرأسمالي لفترة التوقعات بناء على التحسن في حركة الديون بعد الانتهاء من محادثات استحقاق الديون مع المقرضين. من المتوقع ان يكون الإنفاق الرأســـمالي خلال العام ٢٠١٦ اقل من المحقق في العام ٢٠١٥ بشكل طفيف بناء على تحقيق وفورات من إعادة المفاوضات مع الموردين.

- **أســـعار الفائدة:** ارتفعت الرسوم المالية بناء على الارتفاع بأعلى من المتوقع لسعر الفائدة المتراكم بين المصارف السعودية (سايبور). تعتبر شركة موبايلي الأكثر تعرضا بين المشغلين إلى ارتفاع أسعار الفائدة إلى أكثر من ٨٥٪ من ديونها القائمة المعومة.

قمنا بتعديل السعر المستهدف لسهم شركة موبايلي بتخفيضه قليلا إلى ٢٣,١٠ ر.س. بلا من ٢٢,٩٠، ونستمر في توصيتنا للسهم على أساس "احتفاظ". سوف نستعرض العوامل التالية كتطورات بناءة لتسعير السهم، ١) إذا كانت موبايلي قادرة على اجتياز عملية التحقق من الهوية مع الحفاظ على الجزء الأكبر من حصة سوق الإيرادات على حالها. ٢) استمرار البناء بناء على مبادرات السيطرة على التكاليف. ٣) إذا كانت قادرة على التخلص/ بيع محفظتها لأبراج الاتصالات.

نحن لا نتوقع أن تكون موبايلي مكلفة بتلبية متطلبات شركة أبراج وطنية، والبدء بتنفيذ الأهداف للألياف البصرية للمنازل في المناطق الحضرية (لا تزال المحاولة مستمرة لتحقيق اســـتفادة مالية من شـــبكة الألياف الموجودة) أو النطاق العريض للمكالمات المحمول في المناطق النائية، إلا أن الحكومة يمكن أن تفرض ضريبة على الشركات لتمويل هذه المبادرة. ترى الإدارة أنه قد تم التخفيف من حدة المخاطر المحتملة من سلبية التحكيم مع شركة زين السعودية.



السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

## زين السعودية

### الجدول ٥: زين السعودية

| | ٢٠١٥ | التوقعات السابقة لعام ٢٠١٦ | التوقعات الحالية لعام ٢٠١٦ | التوقعات السابقة لعام ٢٠١٧ | التوقعات الحالية لعام ٢٠١٧ | التوقعات السابقة لعام ٢٠١٨ | التوقعات الحالية لعام ٢٠١٨ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الايرادات (مليون ر.س.) | ٦,٧٤١ | ٧,٧٤٦ | ٧,١٣٧ | ٨,٥٣٥ | ٧,٥٨٣ | ٩,٣٢٠ | ٨,٤٣٤ |
| EBITDA (مليون ر.س.) | ١,٦٢٩ | ٢,١٦٧ | ١,٨٠٤ | ٢,٥١٦ | ٢,٢٠١ | ٢,٨٦٤ | ٢,٦١٧ |
| هامش EBITDA (٪) | ٪٢٤ | ٪٢٨ | ٪٢٥ | ٪٢٩ | ٪٢٩ | ٪٣١ | ٪٣١ |
| صافي الربح (مليون ر.س.) | (٩٧٢) | (٥١٩) | (١,٠٨٩) | (٤٢٦) | (٥٣٨) | (١٨٢) | ٤٢ |
| ربح السهم (ر.س.) | (١,٦٧) | (٠,٨٩) | (١,٨٧) | (٠,٧٣) | (٠,٩٢) | (٠,٣١) | ٠,٠٧ |
| توزيعات الأرباح (ر.س.) | - | - | - | - | - | - | - |
| مكرر قيمة الشركة/EBITDA (مرة) | ٧,٤ | ٦,٧ | ١٠,٢ | ٥,٦ | ٨,١ | ٤,٥ | ٦,٤ |
| عائد الربح الموزع إلى ربح الشركة | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ | ٪٠,٠ |
| معدل السعر إلى صافي الربح (مرة) | غ/م | غ/م | غ/م | غ/م | غ/م | غ/م | ١٠٩,٠ |
| النفقات الرأسمالية (مليون ر.س.) | ١,٢٣٨ | ١,٥٤٩ | ١,٤٢٧ | ١,٥٣٦ | ١,١٣٧ | ١,٠٢٥ | ٩٢٨ |
| إجمالي الأسهم (مليون ر.س.) | ٤,٥٥٢ | ٤,٠٧٩ | ٣,٥٠٩ | ٣,٦٥٣ | ٢,٩٧١ | ٣,٤٧٢ | ٣,٠١٣ |
| صافي القروض (مليون ر.س.) | ٧,٤٣٧ | ٩,٩٠١ | ١٣,٩١٣ | ٩,٤٧٩ | ١٣,٣٨٢ | ٨,٣٠٢ | ١٢,١٢٧ |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، بلومبرغ، غ/م: غير متاح

توقعات جديدة لشركة زين للاتصالات تعكس التغييرات التالية في الافتراضات:

- **ضعف الإيرادات:** التحقق من الهوية، تخفيضات تعرفة الربط بين شركات الاتصالات المحلية وتصاعد خسائر الوظائف في المملكة نتيجة التباطؤ الاقتصادي الذي أدى إلى تراجع عدد المشتركين وافتراضات متوسط العائد لكل مستخدم عبر فترة التوقعات.

- **من المتوقع تخفيض هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاســـتهلاك والإطفاء إلى ٢٥٪ خلال العام ٢٠١٦ واستمرارها بنفس المعدل خلال العامين ٢٠١٧ و٢٠١٨:** حيث أنها ناتجة عن مراجعة توقعات الأسعار من خلال بيئة سوق ضعيفة، لا سيما في البيانات.

- **الإنفاق الرأسمالي:** تخفيض افتراضات الإنفاق الرأسمالي لضعف الرؤية المتعلقة بالمزيد من الإنفاق الرأسمالي بعد الانتهاء من إعادة التحميل.

- **أسعار الفائدة:** ارتفعت الرسوم المالية بناء على الارتفاع بأعلى من المتوقع لسعر الفائدة المتراكم بين المصارف السعودية (سايبور).

نستمر بالسعر المستهدف لسهم شركة زين عند ١٠,٦٠ ر.س. ونرفع توصيتنا للسهم إلى "شراء". نتوقع أن يتفوق أداء الشركة على مستوى القطاع على خلفية التطورات التنظيمية الإيجابية، بما في ذلك خفض أســـعار تعرفة الربط النهائي بين شركات الاتصالات وتخصيص نطاق التردد الجديد. نتوقع أن يستمر تحقيق مكاسب إضافية في الحصة السوقية، ونرى هوامش إجمالية أقوى.

لا نتوقع أن تكون زين السعودية مكلفة بتلبية متطلبات برنامج التحول الوطني، والبدء بتنفيذ الأهداف للألياف البصرية للمنازل في المناطق الحضرية أو النطاق العريض للمكالمات المحمول في المناطق النائية، إلا أن الحكومة يمكن أن تفرض ضريبة على الشـــركات لتمويل هذه المبادرة. تشمل المخاطر الأخرى للتصنيف التحكم مع زين السعودية والزكاة الالتزامات المحتملة.

## توقعات الربع الثاني ٢٠١٦

### الجدول ٦: توقعات الربع الثاني ٢٠١٦

| بالمليون ر.س. | الإيرادات | | | EBITDA | | | صافي الدخل | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع | التغير عن العام السابق٪ | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع | التغير عن العام السابق٪ | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٦ متوقع | التغير عن العام السابق٪ |
| الاتصالات السعودية | ١٢,٢٢٢ | ١٣,٠٣٢ | ٦,٦ | ٤,٧٩٣ | ٤,٩٦٣ | ٣,٥ | ٢,٥٥٨ | ٢,٥٢٧ | ١,٢ |
| موبايلي | ٣,٥٦٨ | ٣,٣٩٠ | ٥,٠ | ٧٧ | ١,٠٨٣ | ١,٣١٤ | (٩٠١) | ٦٥ | غ/م |
| زين | ١,٦٦٦ | ١,٧٨٤ | ٧,١ | ٤٣٥ | ٤٩٤ | ١٣,٦ | (٢٠١) | (٢١٣) | ٥,٨ |
| القطاع | ١٧,٤٥٦ | ١٨,٢٠٧ | ٤,٣ | ٥,٣٠٤ | ٦,٥٤٠ | ٢٣,٣ | ١,٤٥٦ | ٢,٣٨٠ | ٦٣,٤ |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، حسابات الشركة، غ/م: غير متاح



السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)





## نظرة الربع الأول لصافي الربح، أقل من متوسط التوقعات بمعدل ١٣٪، انخفاض ٣٪ عن الربع المماثل من العام السابق

شـــهد قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات عدة إجراءات تنظيمية مثل التحقق من الهوية باســـتخدام البصمة وتخفيض في رســـوم الربط البيني المحلي وخفض سعر التجوال بين دول مجلس التعاون الخليجي. ان التخفيض في أسعار تعرفة الربط النهائي بين شركات الاتصالات في العام ٢٠١٥ عمل على رفع درجة المنافسة في قطاع المكالمات الصوتية. جاء أداء قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات اقل من متوسط التوقعات لصافي الأرباح بنسبة ١٣٪ خلال الربع الأول ٢٠١٦، حيث تراجع صافي الربح بنسبة ٣٪ عن الربع المماثل من العام السابق. جاء صافي الربح لجميع شركات الاتصالات الثلاثة أقل من متوسط التوقعات.

### شركة الاتصالات السعودية

أعلنت شـــركة الاتصالات الســـعودية عن صافي ربح للربع الأول ٢٠١٦ بقيمة ٢,٣٧٥ مليون ر.س. ليكون بذلك أقل من توقعاتنا بنسبة ٢٦٪ وأقل من متوسط التوقعات بنسبة ١٠,٦٪. بلغت إيرادات الشركة خلال الربع ١٢,٧٥٩ مليون ر.س. بالتوافق مع توقعاتنا ومع متوسط التوقعات، مع ذلك، تراجع إجمالي هامش الشركة إلى ٥٦,٦٪ خلال الربع الأول ٢٠١٦، مقابل ٦٠,٥٪ في الربع المماثل من العام السابق. نعتقد أن الانخفاض في هامش الربح الإجمالي كان بدعم من انخفاض أسعار الهاتف الجوال وتعديل أســـعار الربط البيني الذي تم في أبريل ٢٠١٥. شركة الاتصالات السعودية، باعتبارها شـــركة رائدة في السوق في كل من الهاتف الجوال والهاتف الثابت، فقد انخفضت إيرادات الربط البيني على نحو أكبر بالمقارنة مع الانخفاض في تكاليف الربط البيني. تراجع أيضا الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاســـتهلاك والإطفاء خلال الربع الأول ٢٠١٦ بنسبة ٤٪ عن الربع المماثل من العام السابق ليصل إلى ٤,٩٦٢ مليون ر.س.

### شركة اتحاد اتصالات (موبايلي):

أعلنت شـــركة اتحاد اتصالات عن تحقيق صافي ربح للربع الأول ٢٠١٦ بقيمة ١٧ مليون ر.س. أعلى من توقعاتنا (تقديراتنا: صافي خســـارة بقيمة ٣٦ مليون ر.س.)، لكن أقل بنســـبة ٤٤٪ من متوسط التوقعات. كان هذا الربع الثاني على التوالي الذي سجلت فيه الشـــركة صافي ربح بعد إعادة تبويب البيانات المالية السابقة. سجلت الشركة خسائر بقيمة ٤٥ مليون ر.س. في الربع الرابع ٢٠١٥ ليرتفع صافي الربح للربع الأول ٢٠١٦ عن الربع السابق بنسبة ٥٧٪. جاء هذا التفوق نتيجة لقيام موبايلي بتخفيض التكاليف والمصاريف العمومية والإدارية بنســـبة ١٨٪ عن الفترة المماثلة من العام الماضي بالرغم من المطالبة الحكومية بتوثيق بصمة المشتركين. تراجعت إيرادات موبايلي بنســـبة ١٪ عن الربع السابق و٦٪ عن الربع المماثل من العام السابق، يرجع ذلك أساسا إلى انخفاض في إيرادات الربط البيني وأثر تنفيذ قرار توثيق البصمة.

### شركة الاتصالات المتنقلة السعودية - زين

حققت شركة الاتصالات المتنقلة الســـعودية - زين صافي خسارة للربع الأول ٢٠١٦ بقيمة ٢٥٠ مليون ر.س.، بالتوافق مع توقعاتنا وأقل من متوسط التوقعات بحدود ١٦٪، حيث انخفضت الخســـارة بمعدل ٣٪ عن الربع المماثل من العام الماضي وأقل من الربع السابق بنسبة ١٤٪. على المستوى التشغيلي، ارتفعت تكاليف التشغيل، حيث نعتقد أن الســـبب في الارتفاع كان نتيجة لتطبيق قرار توثيق بصمة المستخدم (يمكن أن يستمر الأثر حتى نهاية الربع الثاني ٢٠١٦). بلغت إيرادات الشركة خلال الربع مبلغ ١,٧٦٥ مليون ر.س. بالتوافق مع توقعاتنا وأعلى من متوســـط التوقعات، حيث بلغ النمو عن الربع المماثل ٧٪ نتيجة للزيادة في عدد الاشتراكات بنسبة ٥٪ خلال نفس الفترة ليصل إلى ١١,٦ مليون اشـــتراك. أيضا، شهدت شركة زين الســـعودية نموا قويا في قطاع الإنترنت النقال بالنطاق العريض (البرودباند) الذي وصل إلى ١٠٥٪ عن الربع المماثل من العام الماضي، نحن نعتقد أن هذا الارتفاع الكبير كان نتيجة للنمو في اشتراكات البرودباند خلال نفس الفترة بمعدل يقارب ٣٠٪.

### الجدول ٧: ملخص النتائج للربع الأول ٢٠١٦ - مقارنة بمتوسط التوقعات

| بالمليون ر.س. الشركات | رمز مؤشر السوق الرئيسي | الربع الأول ٢٠١٦ | | | SFC Estimates | | | Consensus ٢٠١٦ 1Q | | | Consensus ٢٠١٦ 1Q | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | الإيرادات | EBITDA | صافي الدخل | الإيرادات | EBITDA | صافي الدخل | الإيرادات | EBITDA | صافي الدخل | الإيرادات | EBITDA | صافي الدخل |
| الاتصالات السعودية | ٧٠١٠ | ١٢,٧٥٩ | ٤,٩٦٢ | ٢,٣٧٥ | ١٣,٠٠٨ | ٥,٥٠٨ | ٣,١٩٢ | ١٢,٧٨٠ | ٤,٩٢٥ | ٢,٦٥٨ | متوافق | متوافق | أقل |
| موبايلي | ٧٠٢٠ | ٣,٤٤٠ | ١,١١٦ | ١٧ | ٣,٤٢٤ | ٩٧٨ | (٣٦) | ٣,٦٦١ | ١,٠٧٢ | ٣٠ | أقل | أعلى | أقل |
| زين | ٧٠٣٠ | ١,٧٦٥ | ٤٤٥ | (٢٥٠) | ١,٧٠٤ | ٤٢٣ | (٢٦٠) | ١,٦٧٨ | غ/م | (٢١٥) | أعلى | غ/م | أقل |
| جميع الاتصالات | | ١٧,٩٦٤ | ٦,٥٢٣ | ٢,١٤٢ | ١٨,١٣٦ | ٦,٩٠٩ | ٢,٨٩٦ | ١٨,١١٩ | غ/م | ٢,٤٧٣ | متوافق | غ/م | أقل |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، تداول ، غ/م: غير متاح، غ/ذ: غير ذي معنى

### الجدول ٨: ملخص النتائج للربع الأول ٢٠١٦ - هوامش صافي الربح

| بالمليون ر.س. الشركات | رمز مؤشر السوق الرئيسي | الربع الأول ٢٠١٦ | | | الربع الأول ٢٠١٦ التغير عن العام السابق (٪) | | | هوامش الربع الأول ٢٠١٦ (٪) | | هوامش الربع الأول ٢٠١٥ (٪) | | التغير في الهوامش | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | الإيرادات | EBITDA | صافي الدخل | الإيرادات | EBITDA | صافي الدخل | EBITDA | صافي الدخل | EBITDA | صافي الدخل | EBITDA | صافي الدخل |
| الاتصالات السعودية | ٧٠١٠ | ١٢,٧٥٩ | ٤,٩٦٢ | ٢,٣٧٥ | ٢ | (٤) | (٥) | ٣٨,٩ | ١٨,٦ | ٤١,٤ | ٢٠,١ | -٢٤٨ نقطة أساس | -١٤٦ نقطة أساس |
| موبايلي | ٧٠٢٠ | ٣,٤٤٠ | ١,١١٦ | ١٧ | (٦) | ٢٠ | (١٣٨) | ٣٢,٤ | ٠,٥ | ٢٥,٥ | (١,٢) | ٦٩٦ نقطة أساس | ١٧٢ نقطة أساس |
| زين | ٧٠٣٠ | ١,٧٦٥ | ٤٤٥ | (٢٥٠) | ٥ | ٢٨ | (٣) | ٢٥,٢ | (١٤,٢) | ٢٠,٧ | (١٥,٣) | ٤٤٧ نقطة أساس | ١١٥ نقطة أساس |
| جميع الاتصالات | | ١٧,٩٦٤ | ٦,٥٢٣ | ٢,١٤٢ | ١ | ١ | (٣) | ٣٦,٣ | ١١,٩ | ٣٦,٢ | ١٢,٤ | ١٥ نقطة أساس | -٤٤ نقطة أساس |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، تداول ، غ/م: غير متاح، غ/ذ: غير ذي معنى



السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)





## جدول ٩: هوامش صافي الربح للربع الأول ٢٠١٦ المتوقع مقارنة بالفعلي

| بالمليون ر.س. الشركات | رمز مؤشر السوق الرئيسي | توقعاتنا: الإيرادات | توقعاتنا: EBITDA | توقعاتنا: صافي الدخل | توقعاتنا لهوامش صافي الربح: EBITDA | توقعاتنا لهوامش صافي الربح: صافي الدخل | هوامش صافي الربح الفعلية: EBITDA | هوامش صافي الربح الفعلية: صافي الدخل | نسبة التباين (نقطة أساس): EBITDA | نسبة التباين (نقطة أساس): صافي الدخل |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| الاتصالات السعودية | ٧٠١٠ | ١٣,٠٠٨ | ٥,٥٠٨ | ٣,١٩٢ | ٤٢,٣ | ٢٤,٥ | ٣٨,٩ | ١٨,٦ | -٣٤٥ نقطة أساس | -٥٩٢ نقطة أساس |
| موبايلي | ٧٠٢٠ | ٣,٤٢٤ | ٩٧٨ | -٣٦ | ٢٨,٦ | -١,١ | ٣٢,٤ | ٠,٥ | ٣٨٨ نقطة أساس | ١٥٥ نقطة أساس |
| زين | ٧٠٣٠ | ١,٧٠٤ | ٤٢٣ | -٢٦٠ | ٢٤,٨ | -١٥,٣ | ٢٥,٢ | -١٤,٢ | ٣٩ نقطة أساس | ١٠٩ نقطة أساس |

المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، تداول ، غ|م: غير متاح، غ|ذ: غير ذي معنى

## الجدول ١٠: صافي ربح الربع للقطاع، تستمر الاتصالات السعودية بالهيمنة من حيث الإيرادات والأرباح

| بالمليون ر.س. | الربع الأول ٢٠١٥ | الربع الثاني ٢٠١٥ | الربع الثالث ٢٠١٥ | الربع الرابع ٢٠١٥ | الربع الأول ٢٠١٦ | التغير عن العام السابق٪ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| الإيرادات | ١٧,٨٣٢ | ١٧,٤٥٦ | ١٨,٣٦٥ | ١٨,٤٠٦ | ١٧,٩٦٤ | ٠,٧ |
| تكلفة الخدمات والمبيعات | (٧,٤٩٦) | (٧,٣٩٣) | (٧,٥٢٢) | (٧,١٩٦) | (٧,٧٣٢) | ٣,١ |
| الربح الإجمالي | ١٠,٣٣٦ | ١٠,٠٦٣ | ١٠,٨٤٣ | ١١,٢١٠ | ١٠,٢٣٢ | (١,٠) |
| هامش إجمالي الربح (٪) | ٥٨,٠ | ٥٧,٦ | ٥٩,٠ | ٦٠,٩ | ٥٧,٠ | -١٠٠ نقطة أساس |
| إجمالي النفقات التشغيلية | (٦,٩٦٥) | (٧,٩١٥) | (٧,٨٥٦) | (٨,٦٠٥) | (٧,١٢١) | ٢,٢ |
| EBITDA | ٦,٤٣٩ | ٥,٣٠٤ | ٦,٢٢٠ | ٥,٩٧٦ | ٦,٥٢٢ | ١,٣ |
| هامش EBITDA (٪) | ٣٦,١ | ٣٠,٤ | ٣٣,٩ | ٣٢,٥ | ٣٦,٣ | ٢٠ نقطة أساس |
| صافي الربح | ٢,٢٠٢ | ١,٤٥٦ | ١,٩٤١ | ١,٦٧٠ | ٢,١٤٢ | (٢,٧) |
| هامش صافي الربح (٪) | ١٢,٤ | ٨,٣ | ١٠,٦ | ٩,١ | ١١,٩ | -٤٣ نقطة أساس |
| حصة الايرادات (٪) | | | | | | **متوسط** |
| الاتصالات السعودية | ٧٠,٠ | ٧٠,٠ | ٧٠,٢ | ٧٢,٠ | ٧١,٠ | ٧٠,٦ |
| موبايلي | ٢٠,٦ | ٢٠,٤ | ٢٠,١ | ١٨,٩ | ١٩,٢ | ١٩,٨ |
| زين | ٩,٤ | ٩,٥ | ٩,٧ | ٩,١ | ٩,٨ | ٩,٥ |
| هامش الربح قبل EBITDA (٪) | | | | | | **متوسط** |
| الاتصالات السعودية | ٨٠,١ | ٩٠,٤ | ٧٩,٧ | ٧٤,٦ | ٧٦,١ | ٨٠,٢ |
| موبايلي | ١٤,٥ | ١,٤ | ١٣,٢ | ١٨,٦ | ١٧,١ | ١٣,٠ |
| زين | ٥,٤ | ٨,٢ | ٧,١ | ٦,٨ | ٦,٨ | ٦,٩ |
| هامش EBITDA (٪) | | | | | | **التغير عن العام السابق (نقطة أساس)** |
| الاتصالات السعودية | ٤١,٤ | ٣٩,٢ | ٣٨,٤ | ٣٣,٧ | ٣٨,٩ | -٢٤٨ نقطة أساس |
| موبايلي | ٢٥,٣ | ٢,١ | ٢٢,٣ | ٣١,٩ | ٣٢,٤ | ٧١٢ نقطة أساس |
| زين | ٢٠,٧ | ٢٦,١ | ٢٤,٧ | ٢٤,٢ | ٢٥,٢ | ٤٤٨ نقطة أساس |

المصدر: حسابات الشركة

بالرغم من أن حصة شـــركة الاتصالات الســـعودية كبيرة في الســـوق، ألا أن حصتها من الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء أكبر من حصتها من المبيعات حيث بلغ متوسطها للخمس سنوات الماضية بحدود ٨٠,٢٪، مقابل ١٣٪ و٦,٩٪ لكل من موبايلي وزين السعودية على التوالي. عموما، يتجه هامش الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاســـتهلاك والإطفاء لدى شركة الاتصالات السعودية إلى الانخفاض بينما تحسن لدى شركتي الاتصالات الأصغر خلال ربعي السنة الأخيرين. بعد قيام هيئة الاتصالات وتقنية المعلومات بتخفيض سعر ربط المكالمات الصوتية النهائي مرتين خلال عام، نتوقع استمرار الضغط على هامش ربح شركة الاتصالات السعودية بينما يتحسن لدى كل من موبايلي وزين السعودية. تمكنت موبايلي من تحقيق هامش ربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والإطفاء أعلى من ٣٠٪ للربع الثاني على التوالي في الربع الأول ٢٠١٦، بدعم من التخفيض الكبير في تكاليف البيع والتسويق والمصروفات العمومية والإدارية.

## الجدول ١١: هوامش صافي الربح قبل EBITDA الربعية بالتسلسل

**الاتصالات السعودية**

| السنة | الربع الأول | الربع الثاني | الربع الثالث | الربع الرابع | السنة المالية |
|---|---|---|---|---|---|
| ٢٠١٦ | ٣٨,٩ | | | | |
| ٢٠١٥ | ٤١,٤ | ٣٩,٢ | ٣٨,٤ | ٣٣,٧ | ٣٨,١ |
| ٢٠١٤ | ٣٩,٨ | ٣٩,٩ | ٤٦,٠ | ٣٨,٨ | ٤١,٦ |

**موبايلي**

| السنة | الربع الأول | الربع الثاني | الربع الثالث | الربع الرابع | السنة المالية |
|---|---|---|---|---|---|
| ٢٠١٦ | ٣٢,٤ | | | | |
| ٢٠١٥ | ٢٥,٣ | ٢,١ | ٢٢,٣ | ٣١,٩ | ٢٠,٤ |
| ٢٠١٤ | ٣٣,٨ | ٢٥,٣ | ٢٦,١ | غ/ذ | ١٥,٦ |

**زين**

| السنة | الربع الأول | الربع الثاني | الربع الثالث | الربع الرابع | السنة المالية |
|---|---|---|---|---|---|
| ٢٠١٦ | ٢٥,٢ | | | | |
| ٢٠١٥ | ٢٠,٧ | ٢٦,١ | ٢٤,٧ | ٢٤,٢ | ٢٤,٢ |
| ٢٠١٤ | ١٩,٤ | ١٦,٩ | ١٦,٨ | ١٧,٦ | ١٧,٨ |

| الاتصالات السعودية | موبايلي | زين |
|---|---|---|
| اتجاه هامـــش صافي الربح قبـــل EBITDA لشركـــة الاتصالات الســـعودية للانخفاض بالإضافة إلى تأثـــير التدابير التنظيمية على الإيرادات وقوة التنافس | انخفاض أداء موبايلي الربعي نتيجـــة إعادة تبويب البيانات المالية ولكن الشركة شهدت بعض التقدم خلال الربعين السابقين. | شهدت شركة زين تحسن قوي في نمو الإيرادات وقوة هامش صافي الربح الإجمالي. تمكنت الإدارة الاستفادة من تخفيض أسعار تعرفة الربط النهائي بين شركات الاتصال. |

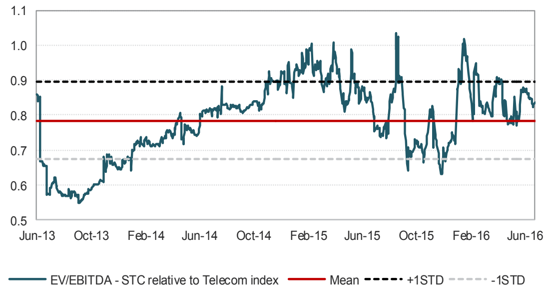
المصدر: الشركة وتحليلات السعودي الفرنسي كابيتال، حسابات الشركة ، غ|ذ: غير ذي معنى



السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

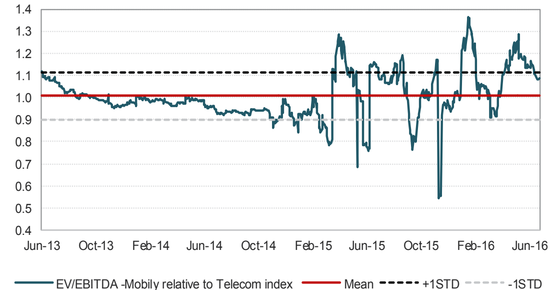
## الرسومات البيانية لقيمة الشركة إلى الربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة والاستهلاك والاطفاء (مستوى المكرر لشركة زين السعودية أقل من المتوسط)

STC EV/EBITDA relative to telecom index EV/EBITDA



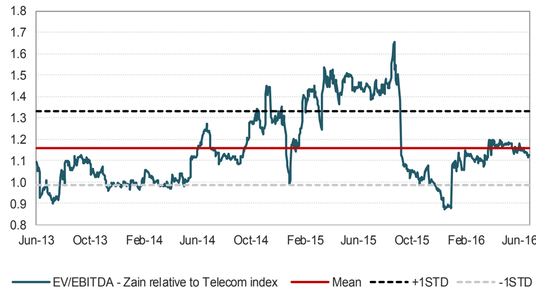

*Source: Bloomberg, SFC*

Mobily EV/EBITDA relative to telecom index EV/EBITDA




*Source: Bloomberg, SFC*

Zain EV/EBITDA relative to telecom index EV/EBITDA



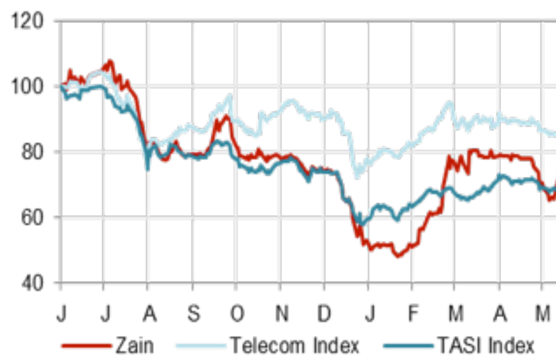

*Source: Bloomberg, SFC*

## الأداء السعري خلال ١٢ شهرا الأخيرة)













السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

## إطار العمل بالتوصيات

**شراء**
توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

**احتفاظ**

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

**بيع**

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.


### السعودي الفرنسي كابيتال

**مركز الاتصال** | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

### قسم الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa




السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)

# اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والأراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يتعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الأراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار إلى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات إلى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.


**السعودي الفرنسي كابيتال ،شركة محدودة المسؤولية**

**سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧**

**صندوق بريد: ٢٣٤٥٤**

**الرياض ١١٤٢٦**

**المملكة العربية السعودية**

**المركز الرئيسي – الرياض**





السعودي الفرنسي كابيتال هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (٣٧-١١١٥٣)